



DREYFUS SÖHNE & CIE AG,  
BANQUIERS, BASEL

## Geld Anlegen in Schwellenländern: was man unbedingt wissen muss

März 2012

30 Jahren unentwegter Schuldenaufbau hat in den OECD-Ländern zu trüben Wachstumsaussichten geführt. Die von den Märkten geforderte Entschuldung des Privatsektors und der öffentlichen Haushalte zwingt zu anhaltenden Einsparungen und spricht für deutlich magere Wachstumsraten als in den letzten Dekaden. Mit ihrer Politik des billigen Geldes versuchen die Notenbanken in den USA und Europa seit der grossen Rezession von 2008-9, die Last des Schuldendienstes zu minimieren und die nachfragedämpfenden Effekte der Entschuldung zu mildern. Als Konsequenz der Entlastung der Schuldner durch die Liquiditäts-Überflutung der Geld- und Kapitalmärkte ist bei den Anlegern ein akuter Anlagenotstand entstanden, speziell bei den erstklassigen, festverzinslichen Anlagen. Das markant höhere Wachstumspotenzial der Schwellenländer (Grafik 1) und deren stabilitätsorientierte Wirtschaftspolitik bilden die Grundlage für den Renditevorsprung, der von vielen Analysten im Vergleich zu Anlagen in den alten Industrieländern weithin erwartet wird.

genswertes (Rendite minus sichere Rendite des Schweizer Geldmarktes) durch die in Kauf genommenen Kursschwankungen, erhält man die Sharpe Ratio. Sie misst, wie gut die eingegangenen Risiken entschädigt wurden. Schwellenmarktobonds weisen zusammen mit Schweizer Obligationen die höchste Sharpe Ratio auf (Tabelle).

Tabelle: Risiko-Entschädigung ausgewählter Anlageklassen für CHF-Anleger

Zeitraum: Dez. 1999 - Feb. 2012 - Quelle: Bloomberg

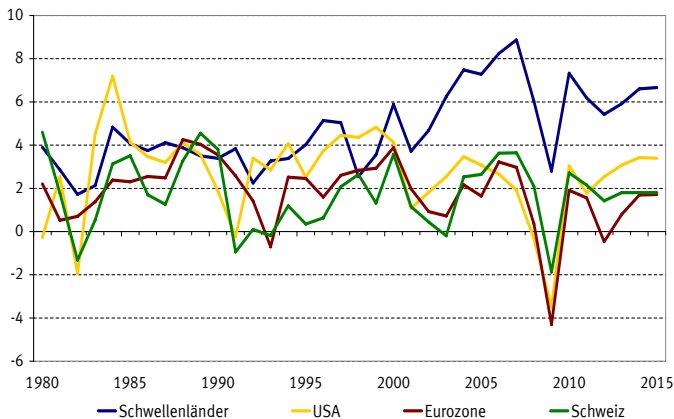
	Rendite	Volatilität	Sharpe Ratio
MSCI Emerging Markets (Nettorendite)	8.63%	25.49%	0.29
MSCI Weltaktien (Nettorendite)	-0.60%	21.08%	-0.09
SMI	1.02%	20.45%	-0.02
JPM GBI Emerging Market Bonds *	9.60%	10.46%	0.79
SBI Schweizer Obligationen	3.41%	2.62%	0.78
3-Monats-Libor CHF	1.35%	0.17%	

\* Fremdwährung (USD) in CHF abgesichert

Grafik 1: Wachstumsaussichten der Schwellenländer bleiben üppig

(Reale BIP-Wachstumsraten in %, IWF-Prognosen ab 2012)

Quelle: Weltbank, IWF, Bloomberg



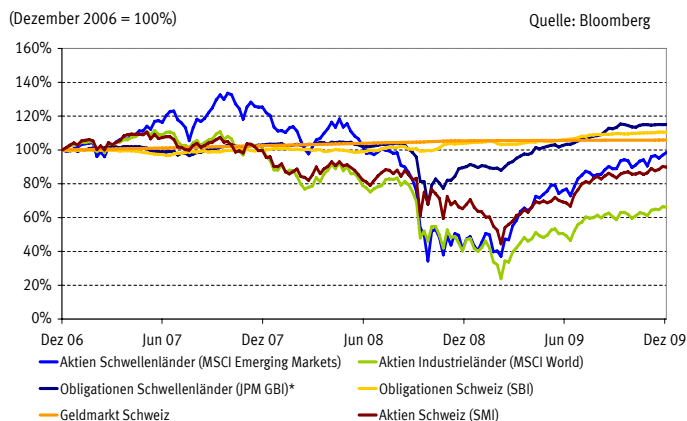
### Schwellenmarkt aus Schweizer Sicht seit 1999: Anleihen schlagen Aktien

Aus den Erfahrungen der letzten 10 Jahre lassen sich praktische Ratschläge für anstehende Anlageentscheide herleiten. In der Wirtschaftspresse stehen in der Regel die Aktienmärkte der ‚Emerging Markets‘ im Vordergrund. Vor allem durch den Kauf von Aktien könne vom hohen Wirtschaftswachstum der aufstrebenden Länder profitiert werden, während Schwellenmarktobligationen dies nur in beschränkter Masse gestatteten. Ein Blick auf die in Schweizer Franken gemessenen Renditen von Aktien und Anleihen in Schwellenländern stützt diese Aussage indessen nur bedingt. Mit einer Rendite von 9.6% p.a. warfen Schwellenmarktanleihen im Betrachtungszeitraum knapp ein Prozent mehr ab als Schwellenmarktaktien, und dies bei einer deutlich tieferen Kursvolatilität. Dividiert man die Überschussrendite eines Vermö-

### Hohe Korrelation der Schwellenmarktaktien mit den Aktien der OECD-Länder

Einer kürzlich von der Weltbank veröffentlichte Studie bietet eine Erklärung für diese auf den ersten Blick erstaunliche Tatsache. Während sich die Realwirtschaft der Schwellenländer im Schlepptau Chinas von jener der alten Industrieländer abgekoppelt habe, sei die Verflechtung ihrer Finanzmärkte mit dem globalen Finanzsystem weiter vorangeschritten. Dieser immer engere Finanzmarkt-Gleichlauf mit den OECD-Ländern zeigte sich in der Finanzkrise und grossen Rezession von 2008-9 am schmerzlichsten auf den Aktienmärkten. Kollabierende Kurse in den USA und Europa übertrugen sich rasch auf die Börsen in Shanghai, São Paulo, Mumbai und Moskau. Die dortigen Kurseinbussen übertrafen jene der Wall Street oder der Schweizer Börse sogar um ein Vielfaches (Grafik 2). Zwar kam es auch auf den Obligationenmärkten der Schwellenländer zu Einbussen, aber das Ausmass der Verluste fiel wesentlich geringer aus. Plakatativ könnte man auch sagen, die Aktienmärkte der Schwellenländer verhalten sich wesentlich globaler als ihre Obligationenmärkte. An den Aktienmärkten orientieren sich die Anleger primär an den erwarteten länderspezifischen aber stark korrelierten Gewinnzyklen. Auf den Bondmärkten finden die makroökonomischen ‚Fundamentals‘ grössere Beachtung. Die Käufer von Schwellenmarkt-Aktien müssen in Zukunft davon ausgehen, dass sie hin und wieder vom langen Schatten der Entschuldungsproblematik in den alten Industrieländern eingeholt werden - trotz der alles in allem viel besseren langfristigen Wachstums- und Gewinnaussichten der Schwellenmärkte.

**Grafik 2: CHF-Kursverlauf verschiedener Aktien- und Obligationenindizes vor und nach der Finanzkrise**



\* Fremdwährung (USD) in CHF abgesichert

**Schwellenmarkt-Anleihen: Fremdwährungs- und Lokalwährungs-bonds zur Auswahl**

Die zunehmende Wahrscheinlichkeit häufigerer Rezessionen im OECD-Raum spricht dafür, nicht nur Aktien der Schwellenländer in den Portfolios zu halten, sondern auch deren Anleihen. Dem Anleger stehen hier zwei Kategorien zur Verfügung: Fremdwährungs- oder Lokalwährungsanleihen. Bei der ersten Kategorie dominieren die USD-Obligationen. Bei Bedarf kann hier das USD-Wechselkursrisiko dank der Nullzinspolitik von Fed und SNB gleichsam gratis über rollende Terminverkäufe abgesichert werden. Die Lokalwährungsbonds sind kurzfristig mit dem USD korreliert. Langfristig darf mit Blick auf die besseren Fundamentals der Schwellenländer mit einer Aufwertung ihrer Währungen zum USD gerechnet werden. Wird bei diesen Anleihen der USD wie oben abgesichert, bleibt dem Investor trotzdem das Aufwertungspotenzial. Verfügbar sind heute aktiv verwaltete Lokalwährungsbonds mit oder ohne USD-Währungsabsicherung. Bei den kostengünstigeren börsengehandelten passiven Fonds müsste man diese Absicherung selbst vornehmen.

**Marktphase für Währungswahl entscheidend**

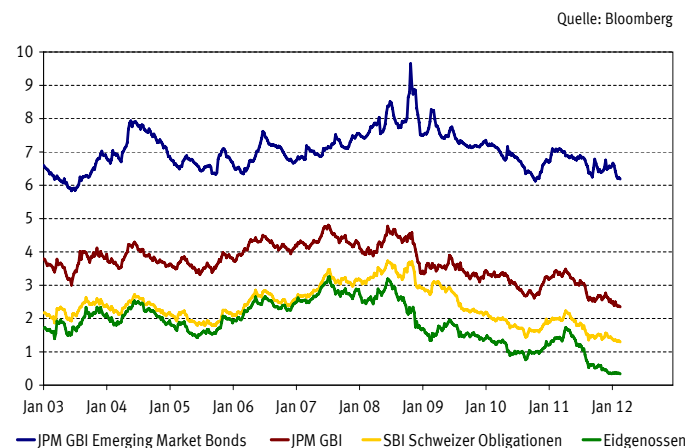
In den letzten Jahren warfen Lokalwährungsbonds gegenüber Fremdwährungsbonds einen Mehrertrag ab. Seit der Finanzkrise stagniert diese Überschussrendite allerdings (Grafik 4), was die zum USD seitlich verlaufenden Wechselkurse der Schwellenländer widerspiegelt. Die Wechselkursschwankungen der Schwellenmarktwährungen sind also eng mit den globalen Aktienmärkten korreliert. Bei globalen Aktienhaussen und optimistischen Wachstumserwartungen werten sich die Währungen der Schwel-

**Grafik 3: Schwellenmarkt-Anleihen: Kursverlauf von Lokalwährungs- zu USD-Bonds**



lenländer zum USD auf, bei Baissen und einem pessimistischen Konjunkturausblick schwächen sie sich ab. Eine neuerliche globale Rezession würde also nicht nur Schwellenmarktaktien, sondern auch die Lokalwährungsbonds der Schwellenländer in Mitleidenschaft ziehen, allerdings weniger stark. Für dieses zyklische Risiko erhalten die Anleger langfristig eine Zusatzrendite gegenüber Fremdwährungsbonds. Im Vergleich zu den am Schweizer Obligationenmarkt erhältlichen Zinsen weisen Schwellenmarkt-anleihen in Lokalwährung immer noch einen Zinsvorsprung von fast 5% auf. Wohl ist das mit ihnen eingegangene Risiko höher als bei Anleihen von OECD-Staaten, aber das Risikoprofil dürfte sich in Zukunft weiter verbessern. Wir erachten die gebotene Entschädigung als attraktiv (Grafik 4).

**Grafik 4: Schwellenmarktanleihen: mit unverändert hohe Renditen**



**Literaturverweis:**

Yeyati, E.L./ Williams, T. (2012): *Emerging Economies in the 2000s, Real Decoupling and Financial Recoupling*, The World Bank, Policy Research Working Paper 5961

Owyong, D.T., Iyer, A.S. (2010): *Risk Characteristics of Emerging Market Bonds*, MSCI Barra Research

Prasad, E. S. (2011): *Role Reversal in Global Finance*, Research Paper Cornell University, Brookings Institution und NBER

*Global Financial Stability Report (April 2010), Internationaler Währungsfonds*

**Adressen** Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers | Aeschenvorstadt 16 | Postfach | 4002 Basel | Schweiz  
 Telefon +41 61 286 66 66 | Telefax +41 61 272 24 38 | E-Mail contact@dreyfusbank.ch | www.dreyfusbank.ch  
 Bureau de Lausanne:  
 Les Fils Dreyfus & Cie SA, Banquiers | Avenue Villamont 23 | Boîte postale | 1002 Lausanne | Suisse  
 Telefon +41 21 706 66 66 | Telefax +41 21 706 66 38

**Disclaimer** Bei den in unserer Analyse verwendeten Kursen handelt es sich um Schlusskurse des jeweiligen Zeitraumes. Die unseren Bewertungsmodellen zu Grunde liegenden Zahlen sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne Ankündigung ändern. Die Verwendung von Bewertungsmodellen schliesst das Risiko nicht aus, dass faire Bewertungen über einen genannten Anlagezeitraum nicht erreicht werden. Eine unübersehbare Vielzahl von Faktoren hat Einfluss auf die Kursentwicklung. Unvorhersehbare Änderungen können sich zum Beispiel aus technologischen Entwicklungen, aus gesamtkonjunkturellen Aktivitäten, aus Wechselkursschwankungen oder aus Änderungen gesellschaftlicher Wertvorstellungen ergeben. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.